

## 计算机行业深度研究报告

## 网络安全迈入“黄金时代”

推荐（维持）

- 多因素共振，网络安全千亿空间即将开启。根据 Gartner 数据，2018 年全球信息安全支出占 IT 支出的比例为 3.05%。与之对比，中国信息安全支出占 IT 支出比例仅为 1.7% 左右，相对于全球平均水平还有较大差距。从中短期来看，网络安全法、等保 2.0 等相关法律法规逐步落地，护网行动力度加大，推动安全市场的高速增长；从长期来看，社会对安全的重视程度提升，新兴技术的不断涌现，料将推动网络安全发展步入新纪元。根据 IDC 预测，2019 年中国网络安全市场总体支出将达到 73.5 亿美元，到 2021 年中国网络安全将形成千亿级市场。未来 5 年，中国网络安全市场总体支出复合增速预计为 25.1%，远高于 9.44% 的全球水平。
- “主动安全”时代，积极变化正在发生。在新场景及新技术的驱动下，防护对象改变，企业网络边界逐渐消失，政府和企业网络信息安全防护理念发生较大变化，逐渐从“被动安全”步入“主动安全”时代。在此背景下，网络安全市场正在发生积极的变化，第一，商业模式正在重塑，逐渐从单纯“产品”销售过渡到“产品+服务”模式；第二，随着细分网络安全市场需求涌现，渠道建设成为安全厂商在增量市场中跑马圈地的重要武器；第三，国家队纷纷进军网安行业，一方面彰显了其对网络安全市场前景的看好，另一方面也有望为网安企业提供资源支持，推动行业的发展。
- 市场集中度有望逐渐提升，龙头企业有望充分受益。由于细分领域众多，网络安全市场格局较为分散。根据中国网络安全产业联盟及数说安全发布的《2019 年中国网络安全产业报告》，2018 年中国网络安全市场 CR1 为 6.41%，CR4 为 21.71%，CR8 为 38.75%，尚属于竞争市场。随着网络安全产品向多功能化、解决方案化发展，同时品牌安全厂商渠道体系逐渐完善，市场集中度有望逐渐提升，我们认为高度利好产品线较全、产品实力领先的龙头企业。
- 投资建议：网络安全行业景气度高企，商业模式、渠道体系也正在发生积极变化，市场格局也有望逐渐优化，我们认为网络安全已经步入发展的黄金时代。推荐启明星辰、深信服、中新赛克、美亚柏科；关注安恒信息、绿盟科技、南洋股份、山石网科等。
- 风险提示：政策推动不及预期；商业模式变革进展缓慢。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
启明星辰	30.88	0.77	0.99	1.26	40.1	31.19	24.51	7.71	强推
深信服	114.38	1.7	2.22	2.9	67.28	51.52	39.44	13.61	强推
中新赛克	109.7	2.73	3.7	4.91	40.18	29.65	22.34	9.05	强推
美亚柏科	15.8	0.41	0.55	0.7	38.54	28.73	22.57	4.98	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 12 月 06 日收盘价

## 华创证券研究所

## 证券分析师：陈宝健

电话：010-66500984  
 邮箱：chenbaojian@hcyjs.com  
 执业编号：S0360517060001

## 证券分析师：邓芳程

电话：021-20572565  
 邮箱：dengfangcheng@hcyjs.com  
 执业编号：S0360518080001

## 联系人：刘道遥

电话：010-63214650  
 邮箱：liuxiaoyao@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	222	5.93
总市值(亿元)	24,302.79	3.92
流通市值(亿元)	16,946.34	3.72

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-0.33	15.34	33.34
相对表现	1.74	5.87	10.69



## 相关研究报告

《计算机行业周报(20191118-20191124)：深之度大会召开，自主 IT 生态加速》

2019-11-24

《计算机行业周报(20191125-20191129)：等保 2.0 开启，行业加速可期》

2019-12-01

《计算机行业重大事项点评：应急管理再获顶层重大肯定，首推龙头“辰安科技”》

2019-12-01

# 目录

一、行业概况：快速增长的中国网络安全市场.....	4
我国网安市场尚处于发展期，潜在空间巨大.....	4
二、多因素共振，网络安全千亿空间即将开启.....	5
（一）安全威胁仍然是市场需求快速增长的主要驱动力.....	5
（二）国家政策要求是市场增长的重要推动力.....	7
1、网络安全相关法规、政策逐渐落地，推动整体行业的发展.....	7
2、安全产品软件硬件国产化推动了更新换代的需求.....	8
（三）技术变革催生新的应用场景与市场空间.....	11
1、云安全.....	11
2、大数据安全.....	12
3、物联网安全.....	13
三、新时代下，新的变化正在发生.....	14
（一）从“被动安全”到“主动安全”时代.....	14
（二）商业模式正在重塑：从“产品”到“产品+服务”.....	15
（三）渠道建设成为安全厂商在增量市场中跑马圈地的重要武器.....	17
（四）国家队入局，彰显对网安行业的高度看好.....	19
四、长期来看，市场格局有望逐步走向集中.....	19
五、投资建议：优质赛道，精选优质公司.....	21
（一）启明星辰：收入增长继续提速，验证行业高景气.....	21
（二）深信服：收入延续高增，净利逐步回升.....	22
（三）中新赛克：发展趋势向好，四季度有望加速.....	23
（四）美亚柏科：订单趋势向好，大数据业务持续发力.....	24
六、风险提示.....	24

# 图表目录

图表 1	网络安全产品分类	4
图表 2	网络安全行业产业链	4
图表 3	美国信息安全市场规模走势	5
图表 4	2011-2018 年全球 IT 支出及全球信息安全支出	5
图表 5	2018 年全球数据泄露情况	6
图表 6	2013-2018 年中国国家信息安全漏洞平台收录漏洞数量走势（单位：个）	6
图表 7	“海莲花”活动钻石模型	7
图表 8	近两年网络安全相关政策法规	7
图表 9	新形势下的等级保护	8
图表 10	自主可控产业链	9
图表 11	网御星云高性能飞腾系列网关型产品	9
图表 12	天融信国产化之路	10
图表 13	天融信国产化产品系列	11
图表 14	2016-2021 年中国云安全市场规模及预测	12
图表 15	2016-2021 年中国大数据安全市场规模及预测	12
图表 16	2016-2021 年中国物联网安全市场规模及预测	13
图表 17	2016-2021 年中国工控安全市场规模及预测	13
图表 18	2018-2023 年中国 IT 安全支出规模预测	14
图表 19	从“风险发现、查缺补漏”转变到“关口前移、系统规划”	15
图表 20	2019 年全球 IT 安全产品与服务市场份额	16
图表 21	2016-2021 年中国网络安全市场结构及预测	16
图表 22	“产品”模式与“产品+服务”模式对比	17
图表 23	网络安全运营行业发展趋势	17
图表 24	深信服渠道销售体系	18
图表 25	绿盟渠道体系	19
图表 26	2018 年中国网络安全行业主要企业市占率	20
图表 27	中国网络安全 100 强企业	20
图表 28	2019 年我国网络安全市场格局	21
图表 29	近三年中国网络安全市场集中度	21

## 一、行业概况：快速增长的中国网络安全市场

网络安全是指网络系统（包括硬件、软件、基础设施等）中的数据受到保护，不会由于偶然的或者恶意的原因而遭受未经授权的访问、泄露、破坏、修改、审阅、检查、记录或销毁。网络安全的主要目的包括实现信息的真实性、保密性、完整性、可用性、不可抵赖性。一般而言，网络安全产品主要包括安全硬件、安全软件及安全服务。

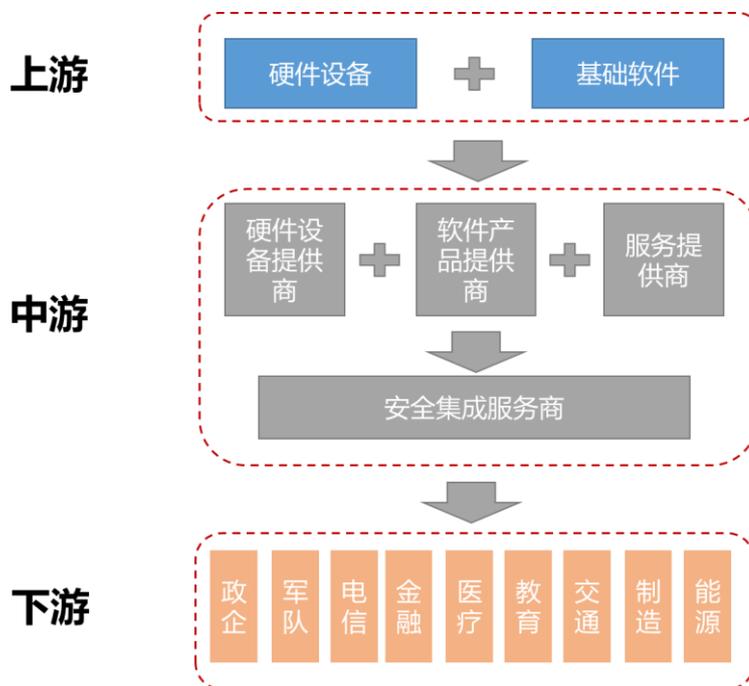
图表 1 网络安全产品分类

产品分类	产品简介
安全硬件	指以物理硬件的形态直接集成到网络中的安全设备，主要包括防火墙、入侵检测与防御、统一威胁管理、安全内容管理、VPN 等
安全软件	指运行在服务器或者终端设备上的软件形态安全产品，主要包括身份管理与访问控制软件、终端安全软件、安全性与漏洞管理软件等
安全服务	贯穿企业整个 IT 基础设施建设过程中所需要的网络安全的计划、设计、建设、管理等全过程。通过 IT 安全服务可以发现企业 IT 系统中可能存在的安全风险，更新安全软件、安全硬件策略，减少 IT 安全防护体系的疏漏

资料来源：深信服招股说明书、华创证券

从产业链来看，网络安全行业上游主要为工控机、服务器、存储器、芯片及操作系统、数据库等软硬件厂商。产业链上游市场竞争充分，主要参与者均为成熟的全球化厂商，产品更新快，产量充足，产品价格相对稳定，且产品性价比呈上升趋势。中游为提供安全产品、安全服务、安全集成的厂商，下游则是政府、金融、电信、能源等各行业的企业级用户。

图表 2 网络安全行业产业链



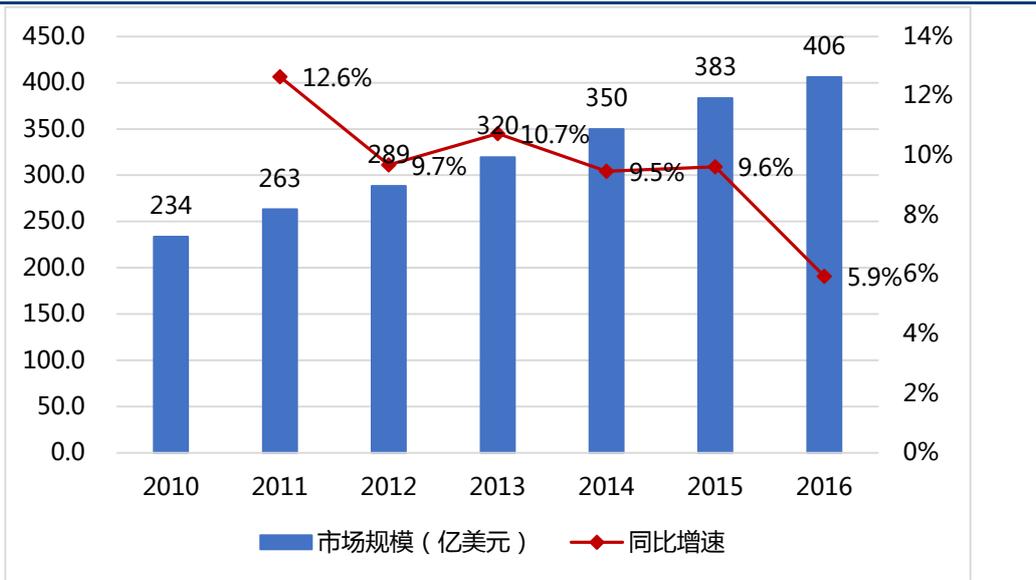
资料来源：中国大数据产业观察网、华创证券

我国网安市场尚处于发展期，潜在空间巨大

美国已形成较为完整的安全战略体系。1) 政策层面，美国先后颁布《网络空间政策评估》、《网络空间国际战略》、

《网络空间行动战略》等一系列政策性文件，从技术层面、资源层面、信息层面到法理层面抢占全球网络空间制网权和制高点。2) 产业层面，国防承包商、基础安全产业和 IT 安全产业中的龙头已经较为固定，同时在政府的保护下，也为创业和创新型中小企业提供了较大的生存空间。美国安全市场主要包括三类企业：一是拥有掌控核心技术的基础安全产业，如思科、微软、甲骨文、英特尔、苹果、谷歌等一系列掌控着核心技术的产业巨头，二是形成了综合解决网络安全问题的 IT 安全产业，涵盖了赛门铁克、趋势、飞塔等综合性网络安全企业，及 FireEye、Palantir 等具体领域的专业化企业；三是具有超强整合能力的网络安全承包商。如波音、洛马等。截至 2016 年，美国网络安全市场规模超过 400 亿美元，进入平稳增长阶段。

**图表 3 美国信息安全市场规模走势**



资料来源：中国产业信息网、华创证券

**我国网络安全渗透率较低：与全球市场比，我国网络安全支出比例仍低，市场潜力巨大。**根据 Gartner 对 2011 年到 2018 年全球 IT 支出及全球信息安全支出所做统计来看，信息安全支出占整个 IT 支出的比例越来越高，2018 年全球信息安全支出占 IT 支出的比例为 3.05%。与之对比，Gartner 数据显示，中国在 2019 年的 IT 支出约将达到 2.9 万亿元规模，而信息安全市场规模为 500 亿元左右，中国信息安全支出占 IT 支出比例仅为 1.7%，相对于全球平均水平还有较大差距。假设中国信息安全支出比例达到全球平均水平 3%，所对应的网络安全市场规模将达近千亿量级。

**图表 4 2011-2018 年全球 IT 支出及全球信息安全支出**

(亿美元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
全球 IT 支出统计	35230	36480	36730	37100	35170	33750	35210	37400
信息安全支出	550	618	660	720	756	822	1018	1142
信息安全占比	1.56%	1.69%	1.80%	1.94%	2.15%	2.44%	2.88%	3.05%

资料来源：梆梆安全《中国信息安全行业的下一个变革，从产品到服务》、Gartner、华创证券

## 二、多因素共振，网络安全千亿空间即将开启

除事件和政策外，技术变革成为网络安全市场的主要驱动力。在事件、政策、技术的多重驱动下，信息网络安全需求正在向更高层次、更广范围延伸拓展，从百亿级市场向千亿级市场迈进。

### (一) 安全威胁仍然是市场需求快速增长的主要驱动力

信息泄露规模连年加剧。信息泄露事件依然频繁，涉及各行各业，大到全球化公司、大型互联网企业，小到城市医

保系统，如已公开的 12306 网站、医疗行业患者信息、A 站、顺丰快递、华住酒店、万豪酒店、陌陌等。根据 Gemalto 发布的《数据泄露水平指数 (Breach Level Index)》，仅 2018 年上半年，全球就发生了 945 起较大型的数据泄露事件，共计导致 45 亿条数据泄露，与 2017 年相比数量增加了 133%，是 2017 年全年报告数量 20 亿的两倍多。例如，2018 年 11 月，万豪国际集团公布其酒店数据泄露事件，涉及约 5 亿客人的个人信息和开房记录。

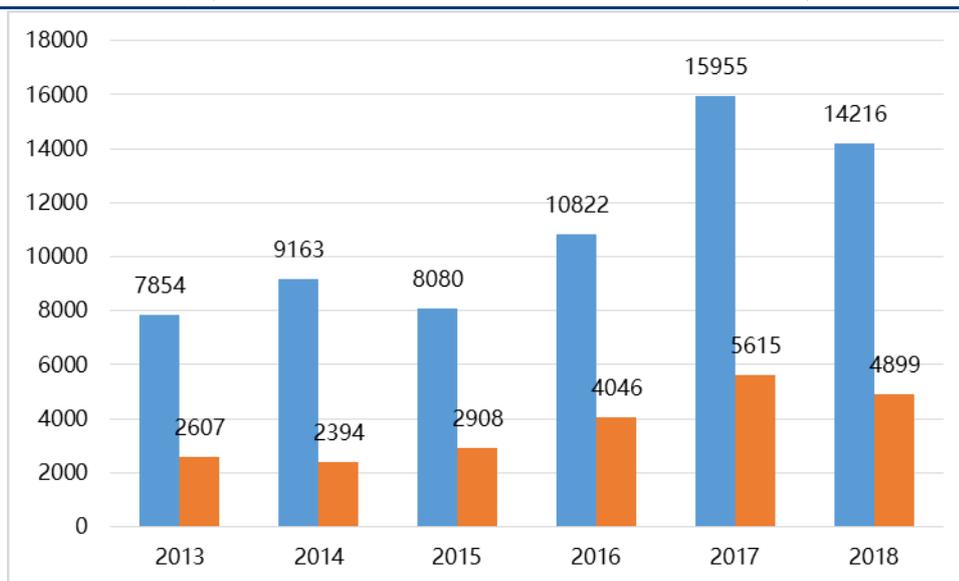
图表 5 2018 年全球数据泄露情况



资料来源: Gemalto 《数据泄露水平指数 (Breach Level Index)》

高危漏洞层出不穷，如英特尔处理器“Meltdown”和“Spectre”新型漏洞、ThinkPHP 漏洞、移动支付 SDK 漏洞、思科漏洞等。根据历年发布的《中国互联网发展状况统计报告》数据显示，2013-2018 年我国信息安全漏洞平台收录漏洞数量逐年增加，2018 年漏洞数量达到 14216 个，其中高危漏洞数量达 4899 个，占全部安全漏洞数量的占比高达 34.5%。

图表 6 2013-2018 年中国国家信息安全漏洞平台收录漏洞数量走势 (单位: 个)

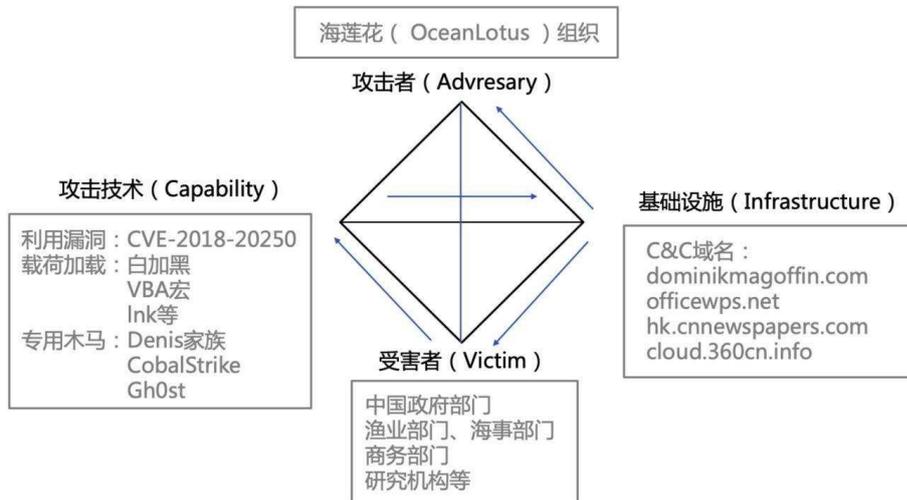


资料来源: CNCERT 《中国互联网发展状况统计报告》、前瞻产业研究院、华创证券

各类攻击持续活跃。Web 攻击依然常见，除利用 Struts2 系列漏洞、Weblogic 漏洞进行的攻击外，还有因 WebAPI

的广泛普及与使用导致的攻击事件；APT 攻击如海莲花依然活跃；挖矿与勒索病毒攻击持续不断，如 MsraMiner 挖矿病毒、XMRig 挖矿木马、Globelmposter/GandCrab 勒索病毒、Lucky 跨平台勒索病毒、Oracle 数据库比特币勒索病毒、Wannacry 勒索病毒等。

图表 7 “海莲花”活动钻石模型



资料来源: FreeBuf

## (二) 国家政策要求是市场增长的重要推动力

### 1、网络安全相关法规、政策逐渐落地，推动整体行业的发展

- 合规性政策陆续出台提升网络安全产品服务空间

《网络安全法》出台，从法律层面明确提出国家实行网络安全等级保护制度。《网络安全法》指出网络运营者应当按照网络安全等级保护制度的要求，制定内部安全管理制度和操作规程，确定网络安全负责人，落实网络安全保护责任，并提出了相关设备的保护措施，尤其是对关键信息基础设施。

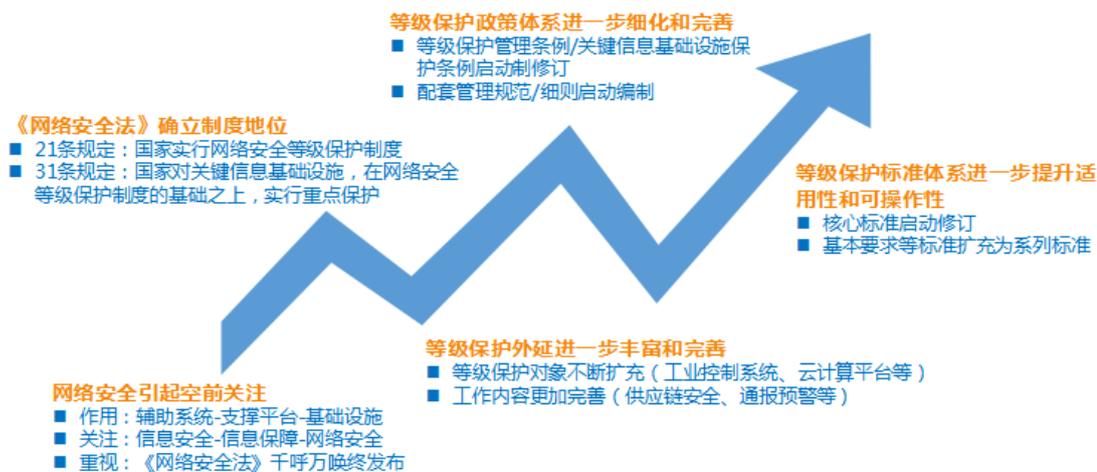
图表 8 近两年网络安全相关政策法规



资料来源: 华创证券整理

**等保 2.0 出台给网络安全行业带来新成长动力。**2019 年 5 月 13 日,《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》、《信息安全技术网络安全等级保护测评要求》、《信息安全技术网络安全等级保护安全设计技术要求》等国家标准正式发布,将于 2019 年 12 月 1 日开始实施,标志着国家对信息安全技术与网络安全保护迈入 2.0 时代。等保 2.0 给信息安全行业带来的增量空间主要来自两个方面: 1) 各行各业企业,为符合等保 2.0 时代国家网络安全等级保护政策的新要求,将进一步加大信息安全产品和服务的投入。2) 等保 2.0 把包括传统网络安全、云计算、物联网、移动互联、工业控制、大数据等在内所有新技术纳入监管,比等保 1.0 拓展了一个维度。随着等保 2.0 标准的逐步落实,国内信息安全市场有望迎来更大的发展。

**图表 9 新形势下的等级保护**



资料来源:深信服官网、华创证券

● **促进性法规进一步推动行业加速发展**

2019 年 6 月,《国家网络安全产业发展规划》正式发布,根据规划,到 2020 年,依托产业园带动北京市网络安全产业规模超过 1000 亿元,拉动 GDP 增长超过 3300 亿元,打造不少 3 家年收入超过 100 亿元的骨干企业。此外,地方政府网络安全产业规划陆续出台,为网络安全行业提供场地、资金、人才等实质性发展支持。

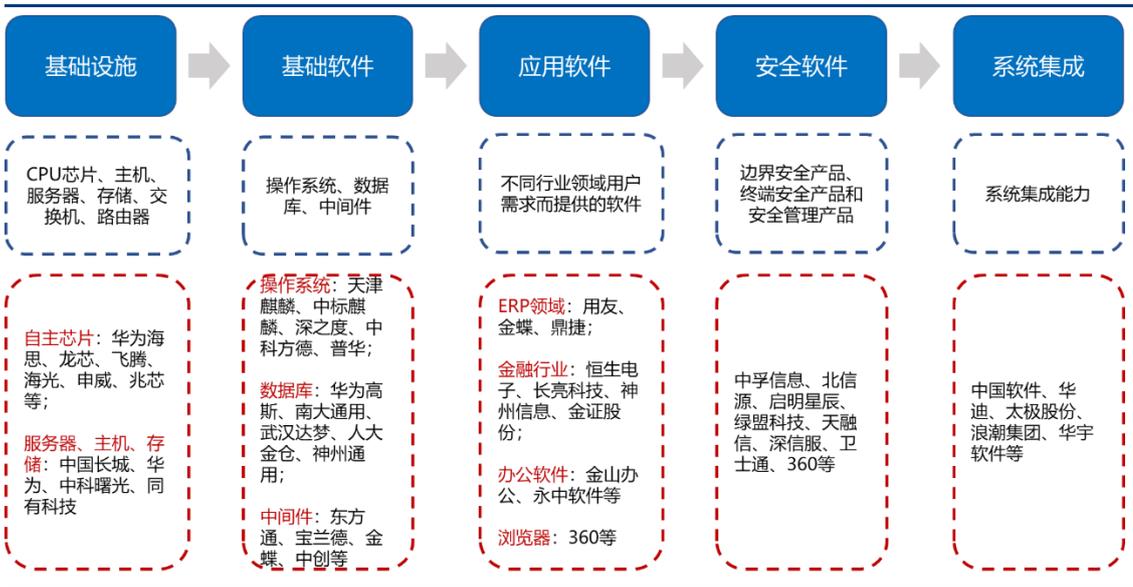
● **护网行动力度加大,凸显国家对网络安全的重视**

自 2016 年以来,公安部每年开展针对关键信息基础设施的实战攻防演习,被称为“护网行动”。伴随着等保 2.0 时代的到来,同时为加强新中国成立 70 周年大庆的安全保卫,2019 年“护网行动”涉及范围扩大至工信、安全、武警、交通、铁路、民航、能源、新闻广电、电信运营商等单位,充分彰显国家对网络安全的重视。护网行动力度的加大,也极大促进了政企对网络安全的投入,推动安全市场的发展。

**2、安全产品软件硬件国产化推动了更新换代的需求**

**信息安全核心软硬件国产化带来自主可控的信息安全装备平台的巨大需求。**信息安全已经上升到国家战略的高度,未来国家将通过政府采购或政策扶持等方式实现基础软硬件和重要 IT 服务的国产化替代,国家也已经明确,涉及国家信息安全产品必须采用国产芯片、软件,实现自主可控,因此,信息安全核心软硬件国产化带来自主可控的信息安全装备平台的巨大需求。

图表 10 自主可控产业链



资料来源：华创证券整理

随着“自主可控”战略的持续推进和国产化 IT 生态与产业链的成熟，安全厂商也将推出越来越多的全国产化网络安全产品，如自主可控防火墙系统、入侵检测系统、网闸、VPN 等等，以满足特殊领域的安全需求。

**启明星辰**：在国产化替代方面，启明星辰在 2018 年年报中提出，正在推进新一代国产化防火墙 NGFW 和安全网关产品研发项目。2018 年 12 月，网御星云高性能自主可控网关型产品发布暨启明星辰集团与天津飞腾战略合作签约仪式举行，签约仪式上网御星云发布了高性能飞腾系列网关型产品。

同时，公司子公司书生电子在全部国产化软硬件环境下实现了版式文件、电子签章、公文传输、公文交换等所有产品的适配工作，并实现了历史 SEP 数据的迁移并转换为新的版式文件，从而为在国产化平台下实现新老系统的平滑过渡提供了可能性，大大推进了标准化和国产化的替代工作进程。

图表 11 网御星云高性能飞腾系列网关型产品



资料来源：网御星云网站

**天融信**：天融信一直紧跟国家在信息安全国产化方面建设的步伐，从 2003 年开始投入安全 ASIC 芯片研究，并于 2006 年发布具有自主知识产权的首款国产 ASIC 架构防火墙系统，2010 年启动国产 CPU 芯片应用研究，并于 2013 年至

2015 年先后发布龙芯系列与兆芯系列防火墙、入侵检测等安全硬件产品，在此期间，天融信国产化安管平台、国产化主机监控与审计系统等安全软件产品也相继问世，并实现规模化应用。2016 至 2017 年天融信先后启动基于飞腾及申威国产芯片的产品研制，并于 2018 年发布飞腾系列国产化网关产品。

图表 12 天融信国产化之路



资料来源：天融信网站

在技术方面，从网络芯片、硬件平台到操作系统，从底层驱动、IPV4/IPV6 协议栈到安全引擎，天融信已经掌握全栈国产化核心技术并研制发布一系列国产化软、硬件网络安全产品。其中，产品采用自主研发的 FPGA 芯片替代通用网卡，除通用网卡基础功能以外，还可以实现自定义的硬件级安全防护功能，并配合自主研发的 FPGA 驱动软件提升芯片转发处理性能。此外，天融信自主研发的国产密码芯片支持 SM2、SM3、SM4 三种国密算法，并以此为基础覆盖天融信全系安全产品。

在产品方面，经过多年的技术研究与实践积累，目前天融信先后研制并发布了龙芯系列、飞腾系列安全硬件产品，产品涵盖防火墙、下一代防火墙、入侵检测、入侵防御、Web 应用防火墙、运维安全审计等。与此同时，天融信还研制并发布了支持南大通用、达梦、人大金仓等数据库和中标麒麟、天津麒麟等国产操作系统的终端安全、安全管理等安全软件产品。天融信安全、可靠、成熟的国产化软、硬件网络安全系列产品能够全面满足用户对于国产化安全产品的各种需求，目前产品已经实现在党、政、军队领域的规模应用。

图表 13 天融信国产化产品系列



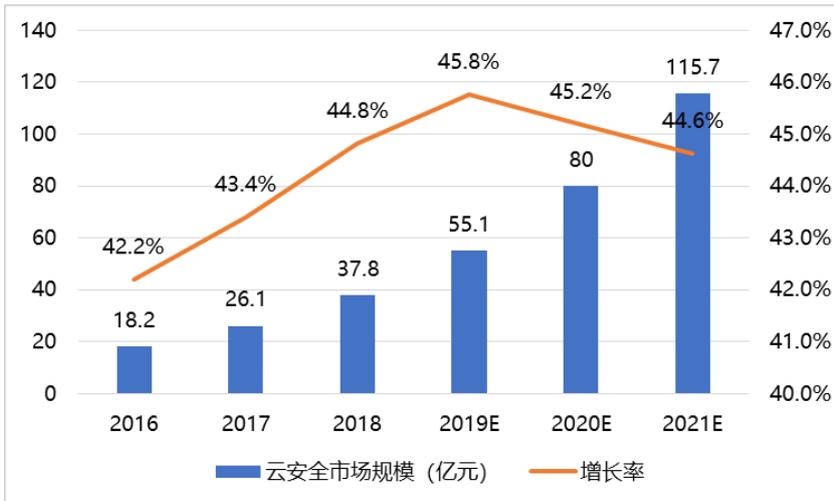
资料来源：天融信网站

### (三) 技术变革催生新的应用场景与市场空间

#### 1、云安全

云计算的进步将引发新的网络信息安全问题，驱动云安全市场的高速增长。随着云端数据体量不断增长，企业用户对云计算的需求亦越来越多样化，衍生出了多种云计算应用场景和云服务模式。网络技术协同融合意味着安全风险的交织与演变，例如“云计算+物联网”在有效提升万物互联时代信息处理效率的同时，物联网设备端安全漏洞亦成为黑客反向攻击云平台，进行数据窃取与破坏的突破口；与此同时，云计算的进步带动无服务器计算发展，亦将引发新的网络信息安全问题。攻击者更容易借无服务器计算隐藏活动踪迹制造网络威胁。这些都成为云计算发展过程中带来的网络信息安全威胁，同时也为未来云安全产品与服务的研发与部署提供了广阔的应用场景。中国云安全市场目前仍处于起步阶段，整体的市场规模将随着云计算市场规模的增长而快速崛起。2018年，中国云安全市场规模达到37.8亿元，增长率达44.8%，未来3年内预计仍将保持每年40%的高速增长。

图表 14 2016-2021 年中国云安全市场规模及预测



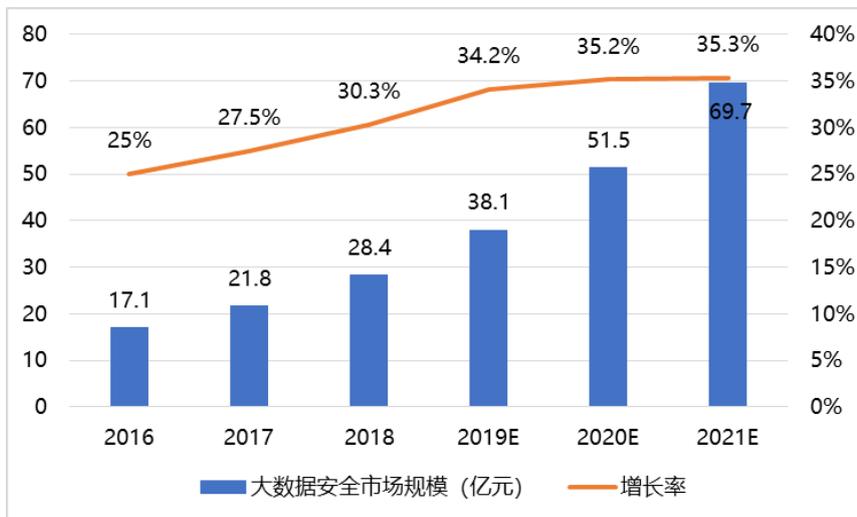
资料来源：赛迪顾问《2019 中国网络安全发展白皮书》、华创证券

## 2、大数据安全

受政策和各类数据泄密事件影响，中国大数据市场规模快速上升。**大数据安全是用以搭建大数据平台所需的安全产品和服务，以及大数据场景下围绕数据安全展开的大数据安全生命周期的安全防护。大数据安全主要包括大数据平台安全、大数据安全防护和大数据隐私保护，产品主要包含大数据系统安全产品、大数据资源发现、大数据管理运营、敏感数据梳理、大数据脱敏、应用数据审计、大数据审计等。2018 年的总规模达到了 28.4 亿元，随着大数据安全市场的成熟，年均增长率预计将逐步提高。**

值得特别关注的是，随着网络攻击越来越频繁、企业信息化越来越复杂、监管趋严，主动防御和预测类安全产品如态势感知、威胁情报分析、安全合规管理、安全配置核查等细分领域在近年取得快速增长。尤其是态势感知平台，2017~2018 年政府部门监管侧态势感知平台、企业端主动防御用态势感知平台项目发展较快，几乎所有网络信息安全公司都参与到这个安全管理和监测平台建设中。

图表 15 2016-2021 年中国大数据安全市场规模及预测

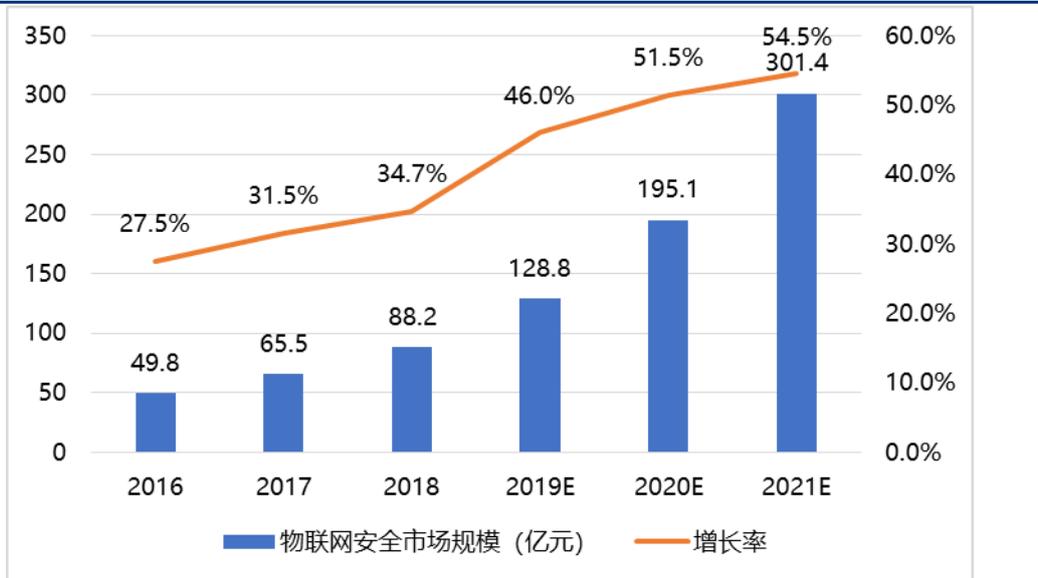


资料来源：赛迪顾问《2019 中国网络安全发展白皮书》、华创证券

### 3、物联网安全

伴随物联网市场规模的快速增长，物联网设备、网络、应用也面临严峻的安全挑战。物联网安全将成为万亿规模市场下的蓝海“潜力股”，根据赛迪顾问《2019中国网络安全发展白皮书》统计数据，2018年，我国物联网安全市场规模达到88.2亿元，增速达到34.7%，预计到2021年，物联网安全市场规模将达到301.4亿元。

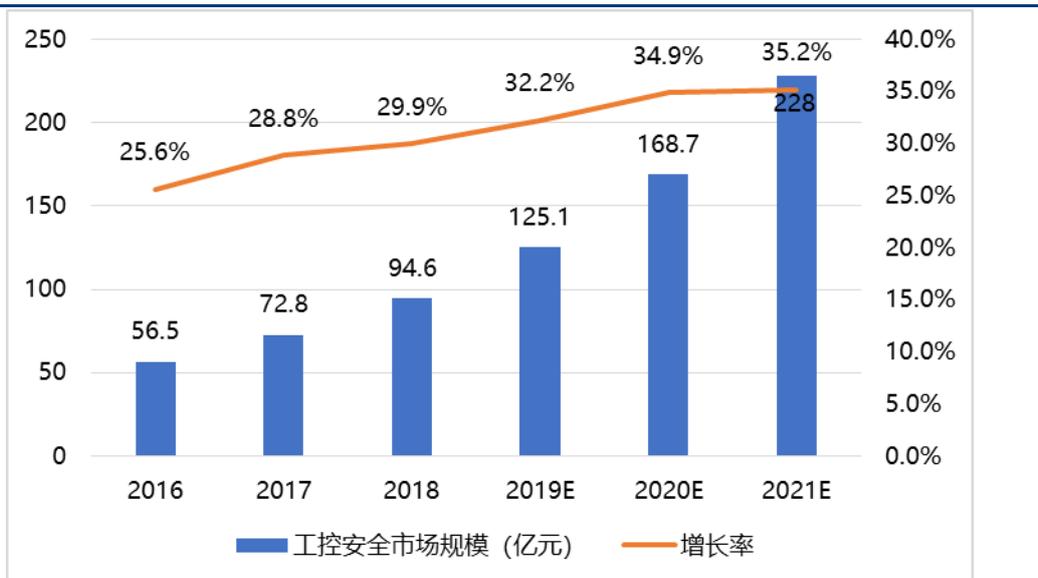
图表 16 2016-2021年中国物联网安全市场规模及预测



资料来源：赛迪顾问《2019中国网络安全发展白皮书》、华创证券

特别地，近年来针对制造、通信、能源、市政设施等关键基础领域的攻击事件频频发生，受到攻击的行业领域不断扩大，造成后果也愈加严重，工业互联网安全的市场关注度随之提升。随着智能制造和工业互联网推进政策的不断出台，政府及企业开始逐步重视对工业互联网安全的投入，工业互联网市场具有较快的增长率。据赛迪顾问统计，2018年中国工业互联网安全市场达到94.6亿元。

图表 17 2016-2021年中国工控安全市场规模及预测



资料来源：赛迪顾问《2019中国网络安全发展白皮书》、华创证券

综上，随着网络安全法、等级保护 2.0、《国家关键信息基础设施安全保护条例》等相关法律法规的逐步落地，监管部门监管力度的不断提升，社会对安全的重视程度提升，新兴技术的不断涌现，中国网络安全相关硬件、软件和服务市场将持续保持快速增长态势。根据 IDC 预测，2019 年中国网络安全市场总体支出将达到 73.5 亿美元，到 2021 年中国网络安全将形成千亿级市场。未来 5 年，中国网络安全市场总体支出复合增速预计为 25.1%，远高于 9.44% 的全球水平。从行业上来看，政府、通信、金融仍将是中国网络安全市场前三大支出行业，与往期保持一致，占中国总体网络安全市场约六成的比例。

图表 18 2018-2023 年中国 IT 安全支出规模预测



资料来源：IDC《IDC 全球半年度网络安全指南，2018H2》、华创证券

### 三、新时代下，新的变化正在发生

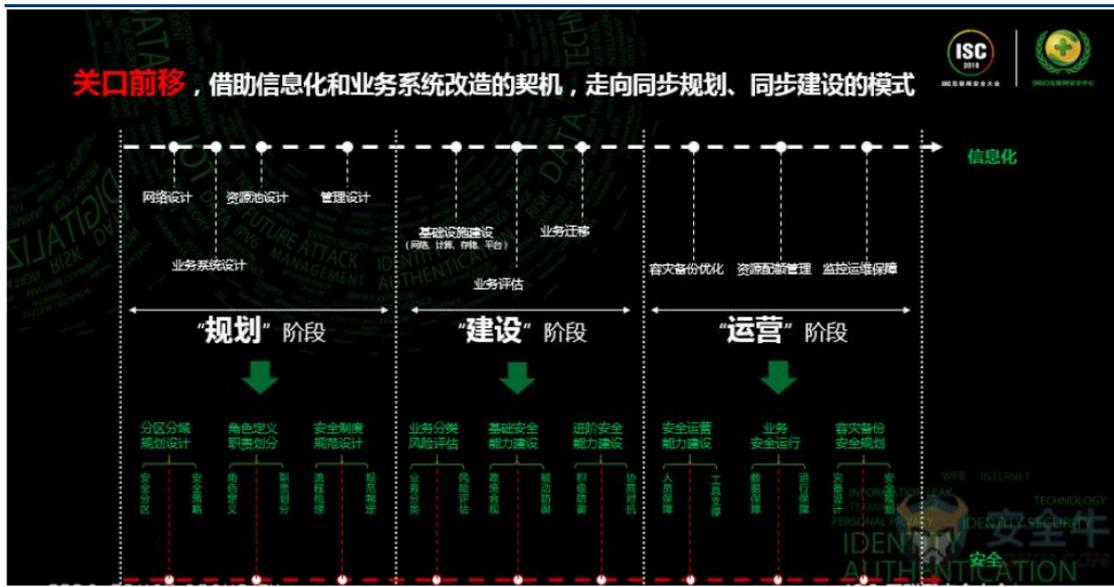
#### （一）从“被动安全”到“主动安全”时代

传统网络安全防护都是“被动”的，立足于边界防护。在“云、大、物、智”新场景驱动下，防护对象改变，企业网络边界逐渐消失，政府和企业网络信息安全防护理念发生较大变化，网络信息安全不再是被动修补模式，而是与信息系统建设同时规划。随着新的应用场景云计算、大数据、物联网和移动终端的普及，企业信息化程度逐步提升，网络信息安全领域出现了新的变化：

一是防护对象改变，从传统 PC、服务器、网络边缘安全到云计算、大数据、泛终端、新边界安全；

二是防护思想改变，从“风险发现、查缺补漏”转变到“关口前移、系统规划”。新一轮的信息化大潮中，不仅是大数据为核心的应用和数据的变化，网络、云计算等基础设施都发生了变化，“创可贴”已经无法真正有效保护信息系统的安全，“安全嵌入”需求更加迫切，安全企业需要跟集成商、研究院、设计院在一起，在信息化和信创改造的初期把安全规划做进去，基于动态综合防御体系进行规划，实现信息化和安全同步规划、同步建设和同步运营。

图表 19 从“风险发现、查缺补漏”转变到“关口前移、系统规划”



资料来源：安全牛

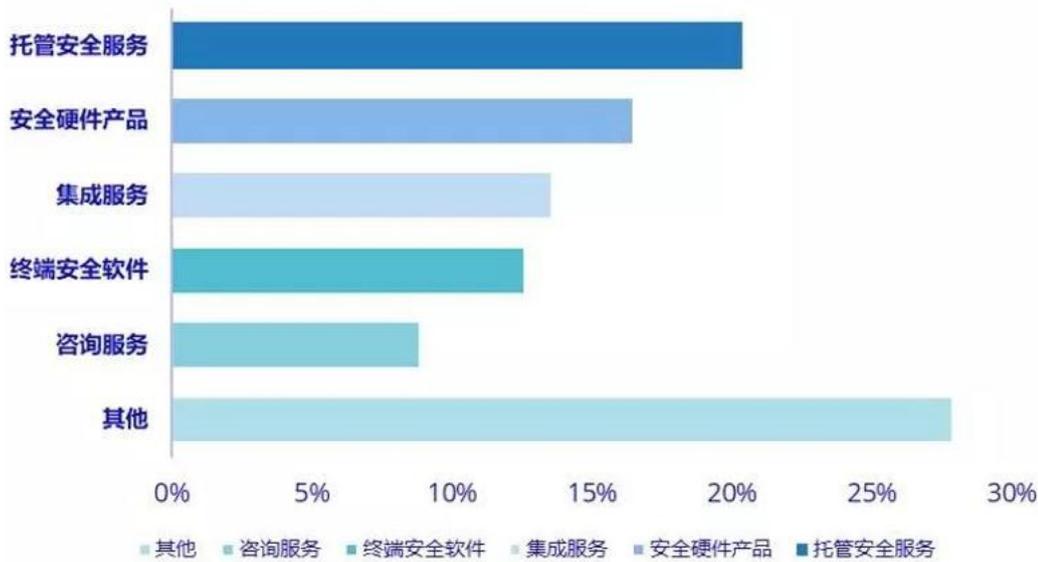
三是核心技术升级，从传统的围墙式防护到利用大数据等技术对安全威胁进行检测与响应。网络安全已经由过去的“90%防护+10%检测与响应”变成了“60%防护+40%检测与响应”。新型传感器、不同的数据源、分析工具以及操作需求推动着整体安全技术向更全面的事件驱动软件架构变革。企业应利用大数据、威胁情报、行为分析等技术，帮助组织对来自内/外部的安全威胁进行研判和溯源，安全运营中心的建设正逐步成为大部分企业安全能力建设的核心，包括安全预防、持续监测、快速响应、溯源取证和风险预警这五方面的能力建设。

## （二）商业模式正在重塑：从“产品”到“产品+服务”

网络安全服务作为网络安全产业发展的必然趋势已经成为全球网络安全厂商所关注的重点领域。2019年，安全服务将以470亿美元（约合3307.5亿元人民币）的支出规模占比第一。根据IDC定义，网络安全服务市场由咨询服务、集成服务、IT教育与培训以及托管安全服务（MSS）四个子市场构成。其中，托管安全服务（MSS）作为安全服务的子市场将以210亿美元（约合1477.8亿元人民币）的投资规模成为2019年网络安全产品与服务市场中的最大子市场。

托管安全服务通过为用户提供更为精准、高效的安全服务来帮助企业提升其安全防御与响应水平，成为全球用户的新需求。当前，由于多数企业缺乏威胁情报的积累以及高级安全分析人员，全球最终用户逐步开始将托管安全服务提供商作为其构建网络安全防御体系中的重要合作伙伴，以求可以更好的解决企业网络安全问题。IDC调研数据显示，全天候专业支持、威胁情报能力、检测能力、响应能力、安全战略与规划已成为全球用户在选择托管安全服务提供商时所考虑的重要因素。

图表 20 2019 年全球 IT 安全产品与服务市场份额



资料来源: IDC 《Worldwide semiannual Security Spending Guide 2018H2》、华创证券

中国的网络安全市场起步较晚,且安全服务市场还处于萌芽发展阶段。网络安全硬件产品仍占据接近一半市场份额,软件产品市场规模逐年增长,但服务占比仍然较低,2018 年仅为 13.8%,远低于发达国家水平。究其原因,由于信息安全行业的产品线众多,大到集团公司小到部门,都可能需要针对单个产品进行单独招标,并且为了防止一家独大,往往出现刻意分散招标的情况,而由于分散招标,很难形成各种网安产品的立体联动防御和大数据分析,信息安全公司也很难提供有效的整体安全服务。

图表 21 2016-2021 年中国网络安全市场结构及预测



资料来源: 赛迪顾问《2019 中国网络安全发展白皮书》、华创证券

安全服务料将成为“下一个风口”。近年来的灾难性攻击表明网络风险是重大威胁,企业开始把安全视为一项重要的业务风险,并且更看重网络信息安全服务的持续性。安全的需求已经从单一的硬件或软件的产品,转变为全面的

专业的服务与解决方案。

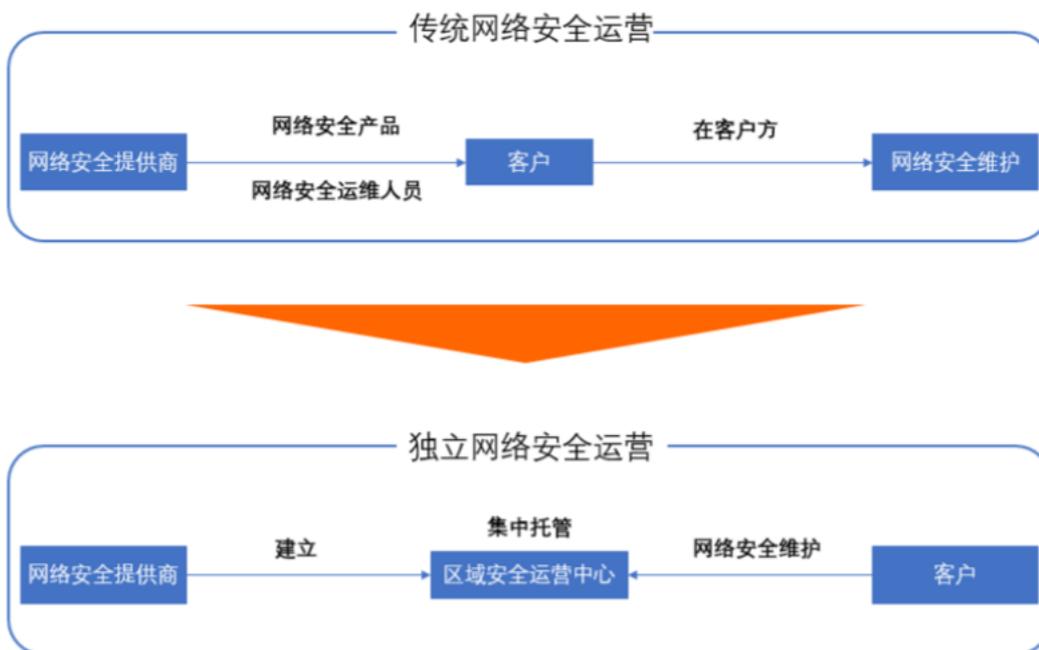
图表 22 “产品”模式与“产品+服务”模式对比

	“产品”模式	“产品”+“服务”模式
重心	形式导向	结果导向
特征	局部防御、边界防御	一体化防护、以数据为中心
防御方式	被动防御	主动防御
对服务人员要求	低	高

资料来源：华创证券整理

越来越多安全厂商以及云服务提供商都开始进行安全服务方面的战略布局，希望通过服务的方式提升企业级用户整体的安全能力。例如，启明星辰大力推进城市安全运营中心建设，将政府和企事业单位的信息安全业务进行集中托管，为客户提供有效的整体安全服务，通过专业的安全运维人员和专家分析团队为客户提供 7\*24 小时的安全监测和感知能力，并且在各个城市安全运营中心间建立横向沟通机制，在各个运营中心的系统层面建设威胁情报传递功能，建立安全事件的快速应急响应体系，从而有效提高应对信息安全事件的防御能力，保障政府机构和企事业单位的信息系统正常、持续运行。

图表 23 网络安全运营行业发展趋势



资料来源：启明星辰公告

### （三）渠道建设成为安全厂商在增量市场中跑马圈地的重要武器

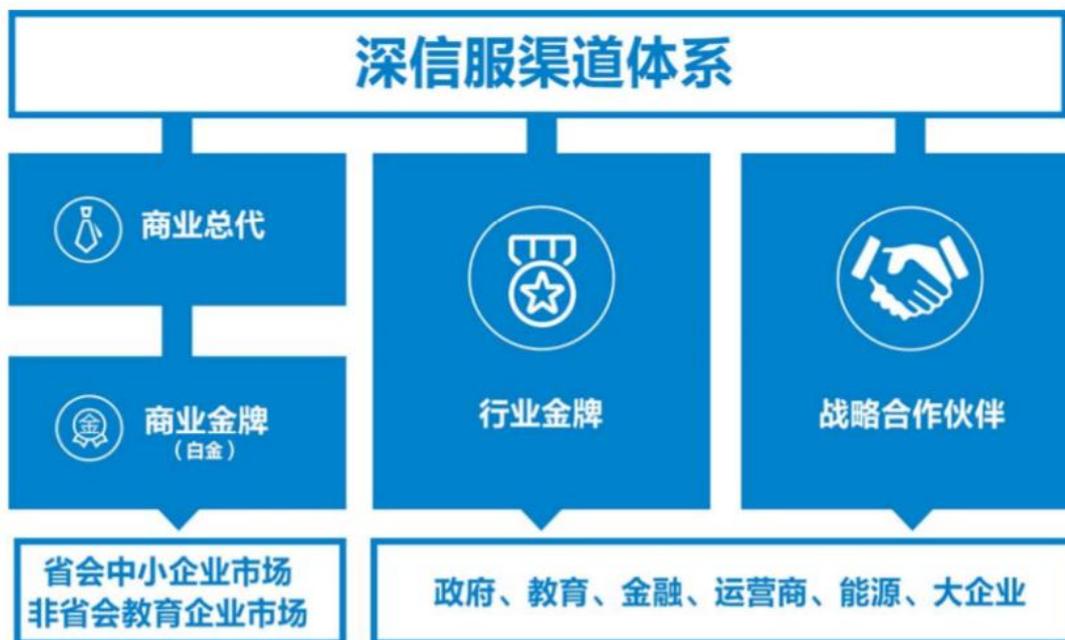
细分市场的安全需求以更快的速度涌现。一方面，等保 2.0 等合规性法规、政策催生新安全需求。等保 1.0 主要包括基础信息网络和信息系统。而等保 2.0 将网络基础设施、重要信息系统、网站、大数据中心、云计算平台、物联网、工控系统、公众服务平台、互联网企业等全部纳入等级保护监管。可以看出等保 2.0 的监管范围全方位扩大，从而推动了安全需求的进一步扩大。另一方面，随着新兴技术的涌现，及数据量的急剧增长，一些细分行业及规模相对较小的企业对安全的需求也不断出现。因此，在合规驱动及内生需求的双重驱动下，下游行业客户群变化趋势呈现出两大特点：第一，由中央直属部委向省、市地方政府逐级延伸的态势；第二，由金融、能源行业的总部机构向其

下属分支机构逐步推广的态势。

面对下游细分市场，渠道体系和营销网络一定程度决定了企业的市场竞争力。细分网络安全市场呈现区域分布广、销售区域和用户分散的需求特征，企业借助渠道合作伙伴，采取渠道代理销售的模式可覆盖更广泛的用户群，渠道代理销售模式是业内较普遍的销售模式。而政府、金融、电信等行业对网络安全产品的需求量较大、技术和服务要求较高，行业内企业对行业重点客户采取直销模式。

渠道建设成为安全厂商在增量市场中跑马圈地的主要方式。以华为、新华三及深信服、普迪科技为代表的安全厂商已经建立了相对完善的渠道体系，在渠道能力提升、认证培训、技术支持和营销支持等方面形成了成熟经验。以深信服为例，公司推行全面渠道化战略，截止 2017 年底公司代销收入占比超过 97%。

图表 24 深信服渠道销售体系

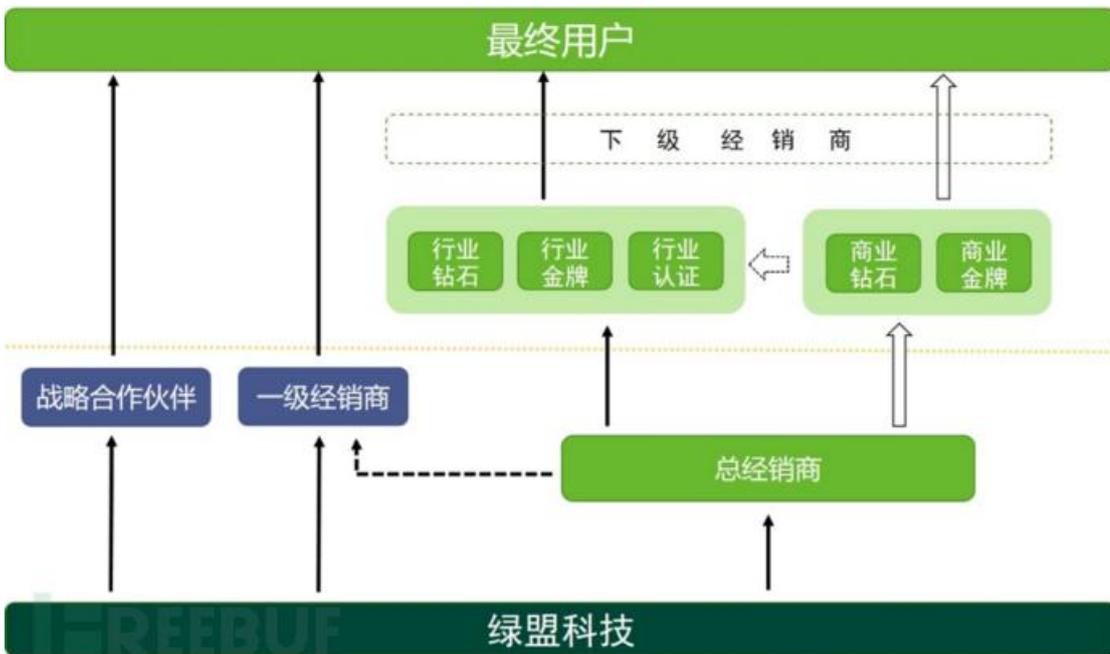


资料来源：深信服招股说明书

当中低端市场需求涌现时，启明、绿盟、天融信等以直销模式为主的传统安全厂商纷纷加速渠道建设，发展下游代理商体系。2019 年初以来，各安全厂商的举措频频：

- 启明星辰在投资者交流记录中提到，渠道建设是公司的重点工作，从去年开始启动试点，今年全面推广。2019 年上半年，公司渠道业务部在全国各大片区展开了大规模的路演，未来安全运营业务也希望利用渠道方式在三、四线城市展开。
- 南洋股份披露公司 2019 年经营计划，天融信坚持细化行业营销分工，完善渠道合作伙伴体系建设，加大行业市场投入的同时，推进区域市场“销售行业化+渠道合作”业务布局。此外，天融信召开了首届渠道合作伙伴大会。
- 绿盟科技：8 月，公司召开 NSFOCUS CLUB2019 渠道合作交流会，同时在安徽、河南、内蒙古、河北、新疆、山西、天津、青海、甘肃、广西、陕西、湖北、吉林、福建、黑龙江、宁夏等 17 个省市召开，渠道合作交流会共吸引了全国各地二千多位合作伙伴参与。

图表 25 绿盟渠道体系



资料来源：绿盟科技网站

#### （四）国家队入局，彰显对网安行业的高度看好

2019年初至今，国家队纷纷以入股的方式布局网安行业，一方面彰显了其对网络安全市场前景的看好，另一方面也有望通过为网安企业提供资源支持，推动行业的发展。

一是中国电子信息产业集团（CEC65）战略入股奇安信。2019年5月，CEC与奇安信签署战略合作协议，以人民币37.31亿元持有奇安信22.59%股份，成为奇安信第二大股东。双方将在技术创新、资源整合、重大项目建设等方面开展合作，推进央企网络安全响应中心、现代数字城市网络安全响应中心和“一带一路”网络安全响应中心建设。

二是中国电子科技集团公司（CETC66）实施股份增持，成为绿盟科技第一大股东。2019年8月，CETC全资子公司电科投资通过集中竞价交易方式买入绿盟科技1.6292%股份，电科投资及其一致行动人中电基金、网安基金合计持有绿盟科技15.5%股份，成为第一大股东。

三是国投变更为美亚柏科实控人。2019年4月，美亚柏科控股股东、实际控制人郭永芳、滕达将其所持4536.1万股公司股份（占总股本5.71%），其他股东李国林等将其所持有8011.42万股股份（占总股本10.08%）以15.49元/股的价格转让给国投智能。2）同时股东李国林、刘冬颖约定将其合计6.8%股权所对应的全部的表决权、提名等财产性权利之外的其他权利独家、无偿且不可撤销地授权给国投智能行使。转让完成后，国投智能直接持有美亚柏科1.25亿股（占总股本的15.79%），拥有22.59%表决权，成为美亚柏科控股股东，国务院国资委将为其实际控制人。

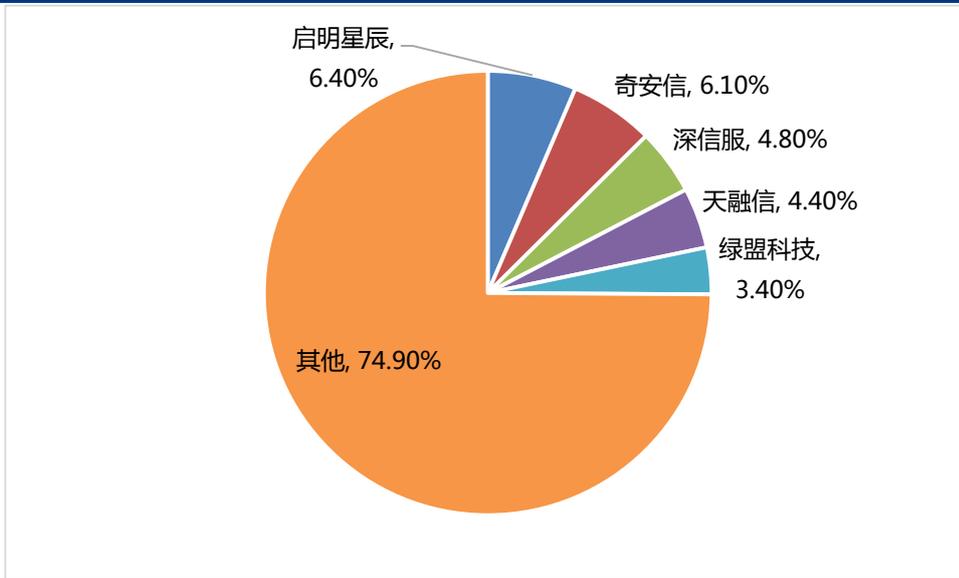
四是中电科入股南洋股份。2019年11月18日，南洋股份发布公告，控股股东郑钟南、持股5%以上的股东明泰资本拟将其合计持有的南洋股份无限售流通股5800万股（占总股本的5.0065%）以13.77元/股、作价约7.99亿元协议转让给中电科（天津）网络信息科技合伙企业（有限合伙）。

#### 四、长期来看，市场格局有望逐步走向集中

目前我国网络安全市场较为分散。根据中国网络安全产业联盟及数说安全发布的《2019年中国网络安全产业报告》，

2018 年中国网络安全市场 CR1 为 6.41%，CR4 为 21.71%，CR8 为 38.75%。根据美国经济学家贝恩对行业集中度的划分标准，中国网络安全行业 CR8 小于 40%，属于竞争型市场。

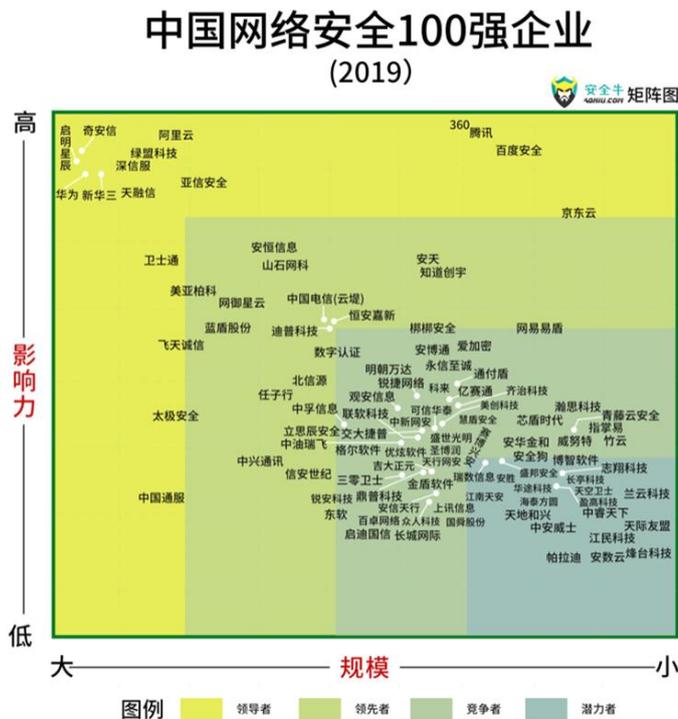
图表 26 2018 年中国网络安全行业主要企业市占率



资料来源：中国网络安全产业联盟、数说安全《2019 年中国网络安全产业报告》、华创证券

竞争格局分散的主要原因在于安全行业细分领域众多。根据安全牛发布的行业全景图，网络安全细分领域有数十个，所涵盖的安全企业数量达数百家。若考虑部分区域性厂商，市场上安全企业达数千家。

图表 27 中国网络安全 100 强企业



资料来源：安全牛

由于网络安全行业细分领域极为众多，每个细分领域又有数十家企业同时竞争，部分小企业凭借 1-2 款优势产品，

也能在某些特定行业或者地区获得不错的发展，这是竞争格局分散的主要原因。

图表 28 2019 年我国网络安全市场格局

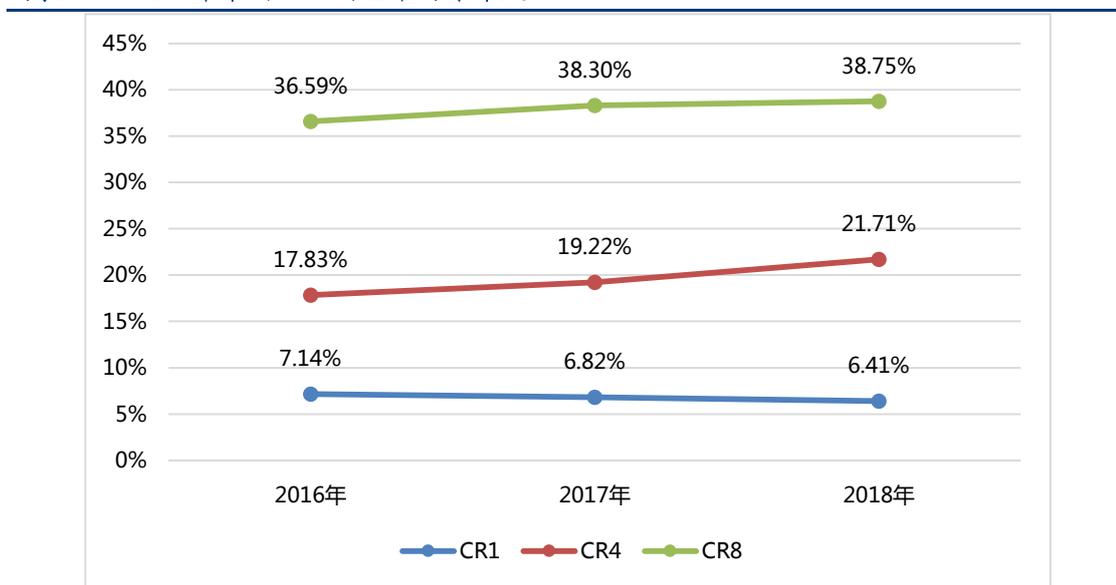
产品形态	产品类型	前三大厂商及份额
硬件	防火墙	天融信 (21.1%)、华为 (20.3%)、新华三 (19.1%)
	UTM	网御星云 (13.8%)、华为 (12.3%)、天融信 (11.3%)
	IDS/IPS	绿盟科技 (18%)、新华三 (16.9%)、启明星辰 (16.9%)
	安全内容管理	深信服 (16.6%)、奇安信 (8.6%)、新华三 (7.1%)
软件	身份与数字信任	吉大正元 (14%)、亚信安全 (12%)、数字认证 (9.2%)
	AIRO	绿盟科技 (16.1%)、启明星辰 (14.2%)、IBM (9.6%)
	终端安全	奇安信 (14.1%)、赛门铁克 (12%)、亚信安全 (10.4%)

资料来源：IDC《2019 年上半年中国 IT 安全软件市场跟踪报告》、《2019 年上半年中国 IT 安全硬件市场跟踪报告》、华创证券整理

竞争格局有望逐步走向集中。主要逻辑在于：1) 信息安全产品向多功能化方向发展，集成的安全解决方案成为用户首选。网络安全与信息化建设“同步规划”、“同步建设”，安全预算开支独立于信息化建设预算开支。而且由于国家信息安全系统巨大的规模及其拓扑的复杂性，许多功能单一的信息安全产品越来越无法满足客户的信息安全保障需求。这将促使网络信息安全产品向多功能化方向发展。此外，过去安全厂商主要将安全产品销售给传统系统集成商，传统集成商提供整体的解决方案。随着安全重要性越来越凸显，安全厂商提供整体解决方案的方式越来越受中高端客户的青睐。

2) 渠道下沉挤压中小厂商的业务空间。实力较强的安全厂商都已开始推进产品市场下沉，开拓中低端市场的空间，加速渠道扁平化。渠道下沉可能将挤压地方性的小型安全企业的业务，同时，头部安全厂商的市场份额有望提升。

图表 29 近三年中国网络安全市场集中度



资料来源：中国网络安全产业联盟及数说安全《2019 年中国网络安全产业报告》、华创证券

## 五、投资建议：优质赛道，精选优质公司

### (一) 启明星辰：收入增长继续提速，验证行业高景气

#### 1、收入增长提速，扣非净利润高增长

19Q3 单季度公司营收同比增长 24.77%，增速较 Q1（18.64%）、Q2（19.46%）继续提升。若扣除安方高科在 18Q4 剥离的影响，收入增速更快。前三季度公司毛利率为 63.33%，与上年同期相比基本持平。同时，公司销售费用率和管理费用率、研发费用率分别下滑 1.78 个、1.27 个和 2.6 个百分点。此外，公司存货较年初增长 58.4%，主要原因是备货增加，一定程度印证公司在手项目的快速增加。受益于行业景气度提升，及战略新业务的高速增长，公司全年业绩值得积极期待。

## 2、战略新业务顺利发展，长期成长空间广阔

公司上半年新增运营业务订单过亿元。目前全国运营体系已基本形成北京、成都、广州、杭州四个运营业务支撑中心及二十余个城市级运营中心，并已形成成熟的标准化运营体系，未来在持续扩大已有运营中心业务的基础上，运营中心业务将向其他二三线城市拓展。此外，公司在工业互联网安全、云安全等领域也取得了积极进展。我们认为公司战略新业务在 19 年有望继续发力，成为公司收入增长的强驱动力。

## 3、网络安全政策利好不断释放，行业景气度持续向上

19 年 5 月，等保 2.0 相关标准正式发布，并将于 12 月 1 日正式实施。等级保护对象和保护内容全面升级，云计算、物联网以及工业控制系统等新技术的快速发展带来全新的安全需求，有望带来数百亿增量市场空间；6 月，《国家网络安全产业发展规划》正式发布，进一步推动网络安全产业的发展；同时，国家十三五规划仅余最后两年，各级政府单位有望加大网络安全投入和建设。在以上因素的驱动下，我国网络安全需求不断扩大，安全市场持续扩容，公司有望把握行业发展机遇步入成长新周期。

## 4、投资建议

我们认为公司在 2019 年迎来重要发展机遇期，个别行业订单增速有望回升，战略新业务有望持续高速增长，同时政策红利的持续释放将进一步提升安全市场景气度。我们维持公司 2019-2021 年归母净利润预测为 6.90 亿、8.92 亿、11.24 亿元，对应 PE 为 43 倍、33 倍、26 倍，参考同行业可比公司估值 40 倍 PE，考虑公司为行业龙头，给予一定估值溢价，给予 45 倍 PE，维持目标价 44.75 元，维持“强推”评级。

## 5、风险提示

### 政策支持不及预期；城市安全运营业务不达预期

（二）深信服：收入延续高增，净利逐步回升

### 1、收入高增长，费用影响弱化，扣非净利增速提升

第三季度实现营收 12.33 亿元，同比增长 39.42%，延续二季度高增长趋势；归属净利润为 2.46 亿元，同比增长 30.82%；扣非净利润为 2.33 亿元，同比增长 32.38%，增速较二季度显著提升。预计随着收入体量增加，股权激励摊销影响持续弱化是重要因素。公司一般四季度收入占比最高，预计激励费用对净利润影响将进一步降低。前三季度毛利率为 71.84%，环比小幅提升，同比略有下降，主要为云计算占比提升及安全业务投入有所加大。前三季度实现经营性净现金流 3.16 亿元，同比增长 23.20%。第三季度经营活动现金流入 14.82 亿元，同比增长 38.89%，与营收基本同步。期末预收款项为 3.44 亿元，同比大幅增长 76.18%，期末存货为 1.61 亿元，同比增长 52.36%，预计为公司积极备货。

### 2、各业务表现较好，优质成长属性进一步验证

第三季度净利润增速显著提升，收入快速增长是主要原因，我们预计公司信息安全、云计算、基础网络和物联网业务推进均较为顺利。预计信息安全业务延续上半年快速增长趋势，成长性在行业中依然处于较好水平，毛利率维持较好水平；预计云计算业务保持快速增长，对营收拉动作用更为明显，并贡献更大业绩弹性；预计基础网络和物联网趋势较好，随着 5G 商用提速，成长潜力有望进一步打开。

### 3、进一步加码研发与创新，长期成长性持续强化

前三季度研发费用为 7.84 亿元，同比增长 47.00%，占收入的比重达到 28.10%，同比提升 2.23pct，研发投入力度进一步加大。公司具备优质创新基因，从网络安全的细分领域快速拓展至目前涉及多个领域的企业级服务，已经具备较强综合能力。在软件定义一切的趋势下，以云计算及网络安全为代表的企业级服务领域迎来技术创新及新一轮需求释放高峰。公司在行业快速成长期增加投入，从而不断强化技术、产品及服务，助力核心竞争力持续强化，有望带来营收持续快速增长，并最终带来业绩更好释放，公司长期成长性进一步强化。

### 4、投资建议

我们维持公司 2019 年-2021 年预测归属净利润为 6.86 亿元、8.95 亿元、11.71 亿元，对应 PE 分别为 74 倍、57 倍、43 倍。参考可比公司，给予云计算业务（预计未贡献利润）2020 年 10 倍目标 PS，其他业务给予 2020 年 45 倍目标 PE，合计目标市值 572 亿元，维持目标价 141.97 元/股，维持“强推”评级。

### 5、风险提示

行业竞争加剧、云计算和企业级无线业务增长不如预期、项目落地进展不如预期。

#### （三）中新赛克：发展趋势向好，四季度有望加速

##### 1、延续中报向好趋势，三季度实现高基数上的稳健增长

第三季度实现归属净利润 1.04 亿元-1.13 亿元，同比增长 10%-20%，延续中报向好趋势。前三季度非经常性损益为 300 万元-500 万元，对净利润影响较小。业绩快速增长一方面得益于原有主营业务继续保持良好发展趋势，宽带互联网数据汇聚分发管理产品较上年同期增长较多；另一方面，持续加大研发投入，进一步发挥产品协同效应，在相关细分领域取得良好成效。公司二季度业绩增速显著改善，第三季度继续延续较好趋势，考虑去年第三季度归属净利润为 0.94 亿元，占全年净利润的 46%，基数显著较高，今年第三季度延续稳健增长较好验证业务快速推进。

##### 2、四季度验收高峰，业绩有望进一步加速

预计行业建设和采购需求稳步增长，并带来在手订单进一步丰富，特别是，后端大数据运营及态势感知需求维持高速增长势头。我们预计宽带网收入在四季度有望延续良好势头，其中，公司 2018 年中标中国电信侧配套工程项目，金额为 4.96 亿元；配合其他领域下半年订单执行高峰，四季度业绩有望进一步加速。

##### 3、充分受益 5G 推进，成长空间更加广阔

国家继续高度重视信息安全行业发展，5G 进入商用元年。流量持续增长、网络节点增加、组网更加复杂，相关建设和采购需求稳步增长，将对公司产品带来明显拉动作用。公司积极参与研讨 5G 网络的宽带网产品标准规范，引领行业技术发展方向，同时，继续发挥各产品之间的协同效应，深化新的解决方案在行业中应用，后端内容安全及大数据产品也将面临更大需求。随着 5G 商用加速，公司有望充分受益，成长空间料将更加广阔。

### 4、投资建议

我们维持公司 2019-2021 年预测归母净利润分别为 2.91 亿元、3.95 亿元、5.24 亿元，对应 PE 分别为 37 倍、27 倍、21 倍，维持目标价 129.45 元/股，维持“强推”评级。

### 5、风险提示

新签订单不达预期；行业竞争加剧

#### （四）美亚柏科：订单趋势向好，大数据业务持续发力

##### 1、业绩短期承压，订单趋势向好

前三季度公司收入同比增长 19.25%，增速较平稳；归母净利润同比由盈转亏，主要影响因素为：1) 2018 年国务院机构改革延续到今年一季度结束后，个别行业客户的需求尚在持续恢复中，订单落地较迟。2) 大数据信息化产品和项目的验收周期较长，主要项目的落地时间较迟，尚未达到确认收入条件。3) 公司加大研发投入和市场推广导致费用增加，公司研发费用率达 22.96%，同比提升 5.24 个百分点。4) 合同中大数据整体解决方案比例增加，硬件设备占比的增加，导致综合毛利率同比下降 3.95 个百分点至 55.15%。但根据公司三季报预告披露，前三季度特别是第三季度新签合同额同比增长显著，后续公司业务增速有望逐步提升。

##### 2、投入持续加大，继续加强大数据战略布局

习总书记及赵克志部长在几次重要讲话，都明确指出了公安大数据建设的重要性和必要性，将大数据建设提升到公安改革的高度。公司在产品研发、人才储备和市场推广上提前布局：技术上，公司继续加大大数据平台的模块化、组件化研发，提升大数据模块的复用能力跟通用率；大数据全线产品获得客户认可，产品和解决方案也进入了一线和更多的省会城市。在行业拓展上，公安领域已涵盖网安、经侦、刑侦、海关缉私等各警种大数据解决方案；监察委领域，聚焦“智慧纪检监察”推出“智慧监察大数据信息化平台”；司法领域，公司推出“智慧司法”整体解决方案；围绕“智慧政务”，公司推出“民生大数据平台”。面向大数据信息化需求增加带来的增量商机，公司持续加大投入力度，大数据业务有望保持高速发展。

##### 3、投资建议

考虑机构改革对公司业务影响时间期限超出预期，订单恢复较慢。我们维持公司 19-21 年归母净利润预测为 3.3 亿、4.44 亿、5.61 亿，对应 PE 为 43 倍、32 倍、25 倍，参考可比公司平均估值 40 倍 PE，综合给予公司 2020 年 40 倍 PE，维持目标价 22.1 元，维持“强推”评级。

##### 4、风险提示

机构改革影响订单增速；大数据订单确认节奏不及预期。

#### 六、风险提示

政策推动不及预期；商业模式变革进展缓慢

## 计算机组团队介绍

### **组长、首席分析师：陈宝健**

清华大学计算语言学硕士。曾任职于国泰君安证券、安信证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年新财富最佳分析师第 2 名团队成员，2016 年新财富最佳分析师第 6 名团队成员。

### **分析师：邓芳程**

华中科技大学硕士。曾任职于长江证券。2017 年加入华创证券研究所。

### **助理研究员：刘道遥**

中国人民大学管理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500